

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1546号 2000年06月12日(月)

《 weak growth for Japan 》

今週のレポートのポイントは以下の通りです。

1. 先週末に発表になった日本の今年第一・四半期の GDP 統計は、日本の従来からのばらまきの公共投資中心の日本型景気対策の限界を改めて見せつけた
2. おまけに「99年度0.6%成長」を政治公約としたことから、統計の作成プロセスや発表方法も含めて日本の経済政策に関して世界的な不信感を招く結果になった
3. 今後の経済政策の柱はあくまで成長産業への人、モノ、資金の移動を容易にし、それに伴う国民の意識改革、構造改革の推進などが柱とならねばならない
4. こうした一連の措置が出来なければ、日本の成長率が今後著しく高まることはなく、当分先進国の中でも例外的な低成長が続くことになる
5. アメリカでは先週出た卸売物価統計ではインフレ圧力がどの程度高まっているか、または沈静化しているか不明で、今週発表になる消費者物価や小売売上高などの統計から経済の方向の見極めが進むことになろう
6. 世界的に資金の移動はその速度と規模を落としている。大手ヘッジファンドの運営方針の変更や、昨年から今年にかけての世界的な株式市場の活況が一巡したため、この結果株式市場の出来高も世界的に減少している
7. こうした中では、世界的に市場は「もちあい推移」となりやすい。為替市場もユーロの反発で動意をみせたものの、ドル・円相場などはまだレンジを抜けない展開となろう。ただし出来高の減少している時は、相場は動き出すと速い

先週金曜日の午前8時50分に発表になった今年第一・四半期の GDP 統計に関しては既に週末の新聞に大方が紹介されているのでその繰り返しの部分は避けます。原統計を見たいのなら経済企画庁のホームページ (<http://www.epa.go.jp/2000/g/qe001/jissuu.gif>) をご覧いただければ良い。筆者がここで一つ強調しておきたのは、「八方美人的公共投資中心の景気刺激策の限界」です。

今回の GDP 統計を見ると、日本の経済規模は500兆円弱です。1ドル=100円として5兆ドル。大体アメリカの半分の経済規模です。その経済に過去数年に渡って合計10

0兆以上の公共投資が注ぎ込まれた。それでも成長率は99年度で0.5%だった。隣国韓国が時には国民の反発を押さえ込みながら構造改革を進めた結果、今年度の経済成長率目標を6%から8%に引き上げると言っている時期に、日本は0.6%の目標が出来たか出来なかったか、来年度は1%の成長を目指す、それは出来るか出来ないかといった議論をしている。

韓国とは無論経済規模が違うし、実質的にIMFの名前を使って政府がかなり思い切った改革が出来た同国政府はラッキーだったとは言える。しかし日本があれだけのお金を使いながら、「ポツ以下」の誤差を話しているときに成長率目標の「2%引き上げ」が議論されている国との違いは、やはり「政策の違い」に求めざるを得ない。

それぞれの国には「成長の道筋」を選ぶ権利が無論あります。日本は国民の政治意識としては「痛みを回避しながら成長を」という路線でしょう。選ばれている政党を見ればそうだ。しかし1%を切るような成長率で、この国が豊かさを今後とも享受できるだろうか。そもそも「0.5」とか「0.6」が「成長」と言えるかどうかは極めて疑問。国民生活のレベルの引き上げ、老齢化対策と財政の健全化を目指すにはより高い成長率が必要なことは明らかだ。それは「0.5%」とか「0.6%」ではない筈です。「痛みを避けながら」という経済政策が続く限り、日本経済に対する国民、海外の投資家の信頼は戻らないでしょう。

政治の役割は改革の先にある国の形、姿を提示しながら、「よってこの措置が必要」と国民に対する説得を行うことだが、それが出来ないから痛みを伴った改革が出来ずに当面は誰にも甘い八方美人的公共投資一辺倒の経済政策が続いている。しかし、その限界は明確に見えている。公共投資は無論必要だが、重要なのは投資の重点が今後の経済成長を図るという観点から見て、完全にずれていたということである。成長性のない産業、事業への投資は、人、モノ、資金の成長産業への移行を妨げるばかりである。国民にある程度の安心を与えることが出来るかもしれないが、それは「将来への自信ある安心」ではない。

「将来への安心」「自信」が出てこない限り、GDPの6割を占める「消費」に力強さは出てこない。今回の統計では「民間最終消費支出」は「1.8%の伸び」になっているが、このうち0.8%分は閏年効果とみられる。実質は1%しか伸びていないのである。その消費については、自動車販売などいくつかの回復の兆しは出てきている。しかしそれらは、「将来への自信」が戻らない限り決して広範な力強いものにはならないと考えられる。

《 pity target 》

昨年第四・四半期のGDP統計の改訂問題（これに関する経済企画庁のページは<http://www.epa.go.jp/2000/g/qe001/hikaku994.gif>）それに青木官房長官が「0.5%成長」を事前に知っていたかどうかという問題を含めて明らかになったのは、政府が安易に成長率を経済政策の目標にする事の愚である。

そもそも「成長率をここに着地させる」といったことが可能だろうか。市場経済が進展

している今の世界では、成長率に関しても「来年3月末の株価は 円」と予測してもなかなか当たらないのと同じ力が働いている筈である。無論国民経済は市場よりは国民の消費のレベルなどある程度確実に見通せるものはある。しかし、石油ショックなど外的要因でそのパターンが崩れることはいくらでもあるし、レンジは予想できてもピンポイントは無理というのが「市場経済」の現状である。政府が経済を管理できる時代はとうに過ぎたのである。としたら、政府が成長率を経済成長の目標に掲げるのは、そもそものはずれであるし政治的にも賢い選択ではない。

政府の経済政策は、そもそも成長率をピンポイントの目標に着地させることではない。5年後、10年後のこの国の経済を展望して、その時点で日本の経済が形良く成長し、国民が健全な生活を出るためには今何をなすべきかを思慮し、政策を組み立て、そのため措置を実行することだろう。むろん政治であるからして、その過程で「今そこにあるニーズ」との調整は必要である。その政策の遂行過程で例えば石油ショックのようなことが起きたら、また政策の組み立てを変えるのである。

「99年度0.6%成長」を政府公約、明確な数字の目標をしたが為に、日本の経済政策は視点が極めて近視眼的な、将来図が描けないものとなった。それゆえに国民経済の構成単位（国民、企業など）に将来への自信が生まれず、よって活力を失った状態が続いている。橋を一つ造り、そこで100人の雇用が生まれて、なにがしかの給料が支払われ、企業が潤ったとしてもそれはその場限りの事である。それなら、この100人に将来も役立つ技能を身につけさせた方が、彼等自身の将来への自信につながる。将来の経済成長の種を蒔いたと言える。公共投資は、やむを得ざる場合を除いて、国民や企業の将来への自信につながる事に使うべきだろう。

アメリカの宇宙計画は壮大な無駄使いとの意見が当時はあったが、今では多くの付帯技術を生み、その国民に自信を植え付けた。日本ではリアモーターカーなどのプロジェクトがあるが、こうしたものも含めて「将来に向けた種蒔きとなる投資」を、公共投資の中心に据えるべきである。

自信を持って「成長です」と言えないような0.6%の目標を設定したが故に、経済政策が「なんでもあり」という極めて歪んだ形になったし、また経済統計に関する数々の疑惑を呼ぶに至った。青木官房長官が数字のGDP統計発表の直前になって「(99年度の成長率に関して)0.6%にわずかに届かない0.5%成長」を示唆したとも受け取れる発言をしたのは、とても「市場経済時代の政治家」とは言えない行為だが、それもそもそもの間違いは目標になどしてはいけないう「成長率」を目標にしたためである。

当初マイナス1.4%とした昨年最終四半期の統計に関しては、日本のエコノミストの間からばかりでなく、ニューヨーク・タイムズに指摘をされて、その数時間後に再改訂(マイナス1.6%への)の方針を発表するという失態を演じたが、これも元を正せば0.6%を目標として、それを政治の争点にしてしまったからである。政治家がすべきことは成長

率のポツ以下を論じるのではなく、政策を論じることである。この目標は、日本の政治のクオリティーも下げたと言える。

第一・四半期の GDP 統計から見る限りは、企業の設備投資（4.2%増）は今後も日本経済の牽引役となろう。これは90年代前半のアメリカがこれを中心に回復に向かった形と良く似ている。実際問題として、デジタルを基幹とする技術革新が進む中では、企業の設備投資は活発化せざるを得ない。日本の企業がようやく資金をつぎ込まざるを得ない投資の方向性を掴んだと言える。これは日本経済にとって今後の力となる。

問題はそれに続くものがない点である。候補は消費だが、新聞も勘違いしていると思うのは、国民の消費は「夏のボーナス」といったレベルで決まっているのではなく、「将来への自信、安心感」に依拠しているという事実である。今給料が少なくても、ボーナスが少なくても、将来に自信のある人だったら消費はする。今の給料が多くて、ボーナスが多額でも、将来に自信がもてない人は消費しない。バブルの時代を思い起こせば直ぐに分かる。日銀の報告書が使っている言葉を使えば、「期待の強気化」があればこそである。

となれば、日本の今後の消費を占う上でポイントは、日本の消費者に「将来への自信」が戻るかどうかだ。その点では、見通しは暗い。今の日本人は不安で一杯である。少なくとも多くの人。まず大きな技術革新の波に乗りかけてはいるが、「乗った」と自信を持つにいたってはいない。おっかなびっくりなのである。これでは自信はもてない。言葉の問題を含めて、グローバルイゼーションの流れにも乗りかけてはいるが、「乗った」と自信を持つにいたってはいない。ここでも中途半端なのである。

90年代以降のアングロ・サクソンの消費盛り上がりは、この二点での自信に依拠している。イギリスを除く欧州と日本は乗り切れていなかったが、欧州はその苦境を徐々に脱しつつある。であるが故に、「ゼロ金利解除」議論からは想像も出来ない0.5%という大幅な利上げができるし、これに対する大きな批判も出てきていない。

今度の選挙で政治の重点が変わらない限り、日本経済の回復は弱々しいものになり、株式市場で上昇するのはごく一部の銘柄となって株式市場全体は脆弱な状態が続くことになるでしょう。経済には自浄作用があるから政治が役立たずでもよくなる時は良くなるが、政治がそれをアシストした方がうまくいくケースが多い。

日本経済が抱える最大の弱点は、依然として「政治」である。

《 European surprise 》

海外経済を見ると、最大のサプライズはECBによる0.5%という大幅な利上げでした。市場の大方の予想は0.25%。大幅利上げの理由に関してECBは「物価の安定にとってのリスクの増大」を指摘し、具体的には 1) 為替レート減価の影響の遅行効果 2) 原油価格の上昇 による物価への脅威を指摘。

利上げ後の先週金曜日には、欧州統計局（Eurostat）が2000年第一・四半期のEU加盟11カ国GDPを発表した。前期比で0.7%、対前年同期比で3.2%の成長という

もの。99年の第四・四半期はそれぞれ0.8%、3.1%だったからEUの成長ペースはかなり安定していると言える。第一・四半期については、欧州でも国内需要の伸びは設備投資に先導されていて、2.1%の増加。家計消費は横這いだった。

Eurostatでは、「(ECBによる0.5%の利上げにもかかわらず)EU加盟諸国経済の成長が続くだろう。牽引役は、生産性の上昇、適度な水準にとどまる賃上げ、ユーロ安である」と述べている。ECBの0.5%利上げのあとむしろユーロは弱含んだが、景気維持の為にはあまりユーロが反発しても困るEUの現状をよく反映した相場展開と言える。実際の所筆者は、ユーロの安値からの反発は既にかなり終了に近い段階まで来たと考えている。

アメリカ経済については、先週はあまり大きな指標の発表はなかった。一番大きかったのは4月の卸売物価(PPI)。景気指標で現れている景気鈍化がインフレ指標に反映されるかがポイントだった。

数字は、全体がフラット。つまり、前月比で物価は横這いと出た。これは市場が「0.3%の上昇」を予想している中での発表で、当初株式市場はこれを好感して大きく上げた。しかし、直ぐにコアと呼ばれるエネルギーと食料品(通常、変動が激しい)を除く指数がこちらは予想(0.1%の上昇)を上回る0.2%の上昇になったことが判明。これで改めてFRBの金融政策の先行きに対する不安感が強まっていた。全体、コアの両方で卸売物価統計が予想と違う結果になったのは、エネルギー価格が予想外の下落を示したため。

統計全体を見ると、「inconclusive」(結論を出すには時期尚早)という感じで、市場は今週の週の前半から半ばにかけて出る小売売上高、消費者物価などの重要統計に注目することになる。

あと目に付いたのは、アメリカにおけるレイオフ情報を収集しているチャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマスという会社が出している「チャレンジャー雇用レポート」。それによると、アメリカにおける5月の雇用削減数は4月より27%も減少して、同国の雇用情勢が引き続きタイトであることを示しているという。5月は2万7036人(4月は3万7291人)。5月に一番雇用を減らしたのは小売業界で4676人。5月でアメリカの職削減数は9ヶ月連続して前年同月を下回っているという。

アメリカの雇用情勢に関しては先々週末に5月の雇用統計が発表されて、これが弱かったことから「米経済減速の印」と市場で大きな材料となったが、チャレンジャーの統計はこれとは逆になっている。

FRBの当局者が言っているように、「アメリカの景気鈍化は、兆候は見えるが判断を固めるには時期尚早」ということだ。

《 slow capital movement 》

このところ目立ってきたのは、世界的に資金の移動がその速度と規模を落としているこ

とです。先週一週間は例えば世界の株式市場を見ても、大きな変化はなかった。相場ももちあっている。為替市場では、長らくドル・円相場はレンジから動いていないし、債券相場も動きに乏しい。

こうした世界的な資金の移動の速度と規模の縮小は、いくつかの要因に基づくものと思われる。

1. ソロスファンドなど大手ヘッジファンドの運営方針の変更（より安全な運営）
2. 昨年から今年にかけての世界的な株式市場の活況が一巡
3. 世界的な大型企業買収案件の一巡

など。こうした中では世界的に各市場は「もちあい推移」となりやすい。為替市場もユーロの反発で動意をみせたものの、ドル・円相場などはまだレンジを抜けない展開となる。ただし出来高の減少している時は、相場は動き出すと速い

今週の主な予定は次の通り。

6月12日（月）	5月マネーサプライ 日銀金融政策決定会合
6月13日（火）	朝鮮半島南北首脳会談 4月鉱工業生産確報 衆議院選公示 米5月小売売上高
6月14日（水）	日銀金融経済月報 速水・日銀総裁月例会見 米5月消費者物価 米4月企業在庫 米5月実質賃金
6月15日（木）	4月景気動向指数改定値 米5月鉱工業生産・設備稼働率
6月16日（金）	米5月住宅着工

日銀の政策決定会合は、99年度の3年ぶりプラス成長、第一・四半期の年率10%成長を受けて、「ゼロ金利解除」が従来に増して真剣に討議されるでしょう。消費が弱い現在の段階では、まだ解除が決定される可能性は少ない。また日銀としても環境整備が完全に整ったとは思っていないでしょう。

しかし、宮沢蔵相などの見方とは違って「デフレ・スパイラル」の力は弱まっていると日銀は考えているはず。またゼロ金利解除を「金利の引き上げ」ではなく、「金利の正

常化」とも考えているはずですが、どのような議論が展開されるか、何人の委員がゼロ金利解除に賛成の意見を持つに至っているかが注目です。

《 have a nice week 》

あまり天気の良い週末でした。土曜日は降りそうで降らない一日。千葉県に新しくできたブリック・ウッド・カントリークラブというゴルフ場に行きましたが、結局降られず。しかし、このゴルフ場は開場直後ということもあって、メンバーなら優待料金で54000円、ビジターでも15000円でプレーできる。割引券があればビジターでも12000円くらいで出来る。ゴルフも安くなりました。

18ホールをスルーで回る日本では珍しいが、海外にいた人間にとっては懐かしいタイプのゴルフ場です。このコースには去年の秋に正式開場前に行きましたが、その時に比べてかなり良くなっていた。

金曜日の夕刊だったと思うのですが、「ニック・リーソン来日」という小さな記事がありました。ベアリングズ銀行を破綻に追い込んだ先物トレーダーだった。まだ33才なのに写真で見ると随分老けている。結腸ガンを患ってあと2年の刑期を残して出所した。今はイギリスに住んでいるのは知っていましたし、近く来日というのを知っていましたが、彼の写真が当時と随分違うのが気になりました。

来日の目的は日本語版の題名で、「マネー・トレーダー 銀行崩壊」が7月に上映開始となることに関連して。まあ、宣伝です。この本は日本ではハードカバーで「私がベアリングズ銀行を潰した」(新潮社)として出ましたが、映画が来たことから同社の文庫「マネー・トレーダー 銀行崩壊」として再出版された。解説を書いた小生のところにも先週本が送られてきていました。映画も試写会で見ました。

英国ではヒットしたそうですが、日本ではどうでしょうか。英国では「ベアリングズ」と言えば「女王様の銀行」と言われた英国でも最も格式の高い「マーチャント・バンク」でしたが、日本では知っている人は少ない。

ベアリングズはもともと何から出た銀行でしたかね。マーチャント・バンクは読んで字のごとく「商人」だったのです。貝殻を扱っていた連中もいれば、繊維を扱っていた連中もいた。しかし、そのうち商品を扱っているよりも貿易金融の方に仕事の比重が移った。それで「商人から出た銀行」ということで「マーチャント・バンク」ということになった。

そうはいつてみても、イギリスでマーチャント・バンク当時の名前を残している銀行は極めて少なくなった。死滅業種に等しい。

とまれ梅雨のうっとうしい季節ですが、皆様には良い一週間をお過ごし下さい。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤(03-5410-7657 E-mail

ycaster@gol.com)が作成したものです。許可なき複製、転送、引用はご遠慮下さい。また内容は表記日時に作成された当面の分析・見通しで一つの見方を示したものであり、売買を推奨するものではありません。最終的な判断は、御自身で下されますようお願い申し上げます》